



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Hernán Jiménez Aguayo
Tel. (56) 22433 5200
hernan.jimenez@humphreys.cl

Fondo Mutuo EuroAmerica Experto

Octubre 2014

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

Categoría de riesgo y contacto	
Tipo de Instrumento	Categoría
Clasificación cuota	Afm
Riesgo de mercado	M1
Tendencia	Estable
Estados Financieros	31 de diciembre de 2013 ¹
Administradora	EuroAmerica Administradora General de Fondos S.A.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

El **Fondo Mutuo EuroAmerica EuroAmerica Experto** (en adelante **FM EuroAmerica Experto**) comenzó sus operaciones en septiembre de 2006 y es administrado por **EuroAmerica Administradora General de Fondos S.A.** (en adelante EuroAmerica AGF), sociedad que forma parte del Grupo EuroAmerica, *holding* financiero de reconocido prestigio, con más de cien años en el mercado nacional. El grupo se divide en compañía de seguros de vida, corredora de bolsa, corredora de bolsa de productos, administradora general de fondos y servicios financieros.

El propósito principal del fondo, de acuerdo con lo establecido en su reglamento interno, es ser una alternativa de ahorro y liquidez eficiente a través de los mercados de deuda, enfocándose en la preservación del capital, la obtención de rentabilidades conservadoras y en el mantenimiento de un bajo riesgo. Al 31 de agosto de 2014, el valor del patrimonio del fondo ascendía a US\$ 49,5 millones.

La clasificación del fondo se sustenta en el acotado riesgo de su cartera, la cual se encuentra concentrado en depósitos a plazo de instituciones financieras nacionales, los que a la fecha del análisis alcanzaban un 62,4% de la cartera, mientras que si se le suman los pagarés de empresas, la concentración en instrumentos de deuda alcanzaba cerca del 75% del fondo.

Sumando a lo anterior, entre las fortalezas de **FM EuroAmerica Experto** que sirven de fundamento para la clasificación de riesgo de sus cuotas en "*Categoría A fm*", destacan las características propias de su cartera de inversiones, que se traducen en un fondo de riesgo moderado, sin exposición cambiaria, adecuada rentabilidad a lo largo del tiempo (en relación al riesgo asumido y sus *benchmarks*) y una buena cobertura de sus inversiones a través de garantías (para el caso de operaciones simultáneas, el riesgo de no pago está acotado por las garantías que exige este tipo de inversión, que son controladas por EuroAmerica Corredora

¹ Corresponde a los últimos EEFF disponibles. Complementariamente el análisis considera la información proporcionada a la SVS al cierre de Septiembre de 2013 (cartera de inversiones y valores cuota, entre otros).

de Bolsa). Asimismo, y por las características del fondo, se observa que posee buena liquidez, lo que se alinea con un fondo de alta rotación de su patrimonio.

La pérdida esperada de la cartera de inversión ascendió a 0,00521% a agosto de 2014 y ha fluctuado entre 0,00309% y 0,00521% en los últimos 12 meses.

Además, la clasificación de las cuotas incorpora como un factor positivo, la administración de EuroAmerica AGF, que posee una buena capacidad de gestión para administrar fondos. También, favorecen la clasificación de riesgo la elevada liquidez de los activos del fondo y el hecho que el valor de la cuota refleja adecuadamente su valor de mercado.

Sin perjuicio de las fortalezas aludidas, la clasificación se encuentra acotada por el hecho que la conformación de su cartera de inversión, según los límites establecidos en el reglamento interno del fondo, podría variar significativamente en cuanto a su composición por riesgo crediticio, instrumentos y concentración de los emisores, hecho que ha ocurrido los últimos doce meses. Con todo, un atenuante son las restricciones propias que se impone la sociedad administradora en cuanto a la evaluación del riesgo de contraparte. 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 a las exigencias establecidas por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) en cuanto a dicha materia. Según opinión de **Humphreys**, el manual es muy claro en la resolución y manejo de los conflictos mencionados y asigna claramente las responsabilidades y roles.

La clasificación de riesgo de mercado corresponde a *MI*, en atención a que el fondo consistentemente ha mantenido una baja exposición de mercado debido al perfil de la cartera, con una cartera invertida 100% en pesos chilenos, tasa fija y de corta duración (promedio de 58,7 días en los últimos 12 meses).

La perspectiva de clasificación en el corto plazo se califica "*Estable*", principalmente, porque no se visualizan cambios relevantes en las variables que determinan la clasificación de riesgo en el corto plazo.

Para la mantención de la clasificación es necesario que la cartera de inversiones no revierta la tendencia mostrada en cuanto a disminuir su exposición en emisores sin clasificación de riesgo independiente. A futuro, la clasificación de riesgo de las cuotas podría incrementarse si la cartera de inversión del fondo aumenta la importancia relativa de los instrumentos de menor riesgo y con ello reduce su pérdida esperada.

Resumen Fundamentos Clasificación (No considera riesgo de Mercado)

Fortalezas centrales

- Moderado riesgo crediticio de la cartera de inversiones.
- Elevada liquidez de los activos y las cuotas del fondo (considerando las restricciones que se conocen para ciertos retiros).

Fortalezas complementarias

- Elevada capacidad fiduciaria.
- Baja volatilidad ante variables de mercado.
- Adecuado manejo de conflicto de interés.
- Valorización representativa del valor de mercado.

Limitantes

- Amplitud de límite en relación a riesgo de activos (fuertemente atenuado por políticas internas y evidencia de comportamiento pasado).
- Niveles de concentración (atenuado por estar concentrado en el sector bancario, cuya correlación es muy elevada con el riesgo país).

Definición de categorías de riesgo

Categoría Afm

Cuotas con 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

El Fondo Mutuo **EuroAmerica Experto** es administrado por EuroAmerica AGF, sociedad que forma parte del Grupo EuroAmerica, *holding* financiero de reconocido prestigio, con más de cien años en el mercado nacional. En cuanto a sus operaciones, el grupo se divide en compañía de seguros de vida, corredora de bolsa, corredora de bolsa de productos, administradora general de fondos y servicios financieros.

Según información otorgada por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), al 31 de agosto de 2014 la sociedad administraba 28 fondos mutuos y dos fondos de inversión. El patrimonio total de fondos mutuos

administrados ascendió aproximadamente a US\$ 791 millones, cifra que le otorga una participación de mercado en torno al 1,9%. En términos de montos, las principales concentraciones la constituyen los fondos de libre inversión (tipo VI) con un 50,2% a agosto de 2014.

Al mismo periodo, dirigidos a inversionistas calificados (tipo VIII) representaban el 7,8% del total administrado por la AGF. Entre los fondos tipo VI, EuroAmerica AGF mostraba una participación del 8,4%.

La **Tabla 1** presenta la distribución por tipo de fondos mutuos administrados por la sociedad.

Tabla 1: Distribución de fondos administrados

Distribución por tipo de fondos	
Deuda corto plazo menor a 90 días	6,8%
Deuda corto plazo mayor a 90 días	10,7%
Mediano y largo plazo	16,9%
Mixto	1,0%
Capitalización	6,6%
Libre inversión	50,2%
Estructurados	0,0%
Inversionistas calificados	7,8%

Visión de negocio

La constitución de fondo por parte de la administradora se enmarca dentro de la estrategia de negocio global de EuroAmerica S.A., la cual implica tener diversas alternativas de inversión dirigidas tanto a personas como a empresas institucionales. Es así como la administradora gestiona fondos mutuos de renta fija y variable en instrumentos nacionales e internacionales, en los que el cliente puede invertir dependiendo de su horizonte de inversión y perfil de riesgo.

Estructura organizacional

El directorio de la sociedad, presidido por el Sr. Nicholas Davis, está compuesto por cinco miembros, que sesionan mensualmente (dejando formalizado en actas las resoluciones acordadas en las juntas directivas). Sobre ellos recae la responsabilidad de definir las distintas estrategias que seguirá la sociedad administradora, así como velar por su correcto desempeño. Asimismo, esta instancia es la encargada de supervisar la adecuada materialización de las diferentes políticas y estrategias definidas para cada uno de los fondos administrados.

Tabla 2: Directorio y gerencia general EuroAmerica AGF

Directorio	Cargo
Nicholas A. Davis Lecaros	Presidente
Carlos Muñoz Huerta	Vicepresidente
Nicolás Gellona Amunategui	Director
Jorge Lesser García-Huidobro	Director
José De Gregorio Rebeco	Director
Sergio Rosenberg Aratangy	Gerente General

El directorio de la sociedad lo componen tanto miembros del directorio de la empresa matriz como ejecutivos de la misma, lo que refuerza la integración estratégica de la sociedad administradora dentro del *holding*.

En cuanto a su estructura administrativa, la gerencia general de la sociedad recae sobre el Sr. Sergio Rosenberg Aratangy, cuyo objetivo principal es supervisar y controlar el normal desempeño de las funciones que realizan las distintas áreas que conforman la sociedad administradora y que, en definitiva, sustentan la gestión de los fondos.

La organización de EuroAmerica AGF se cruza con la estructura del grupo, siendo apoyada por las distintas áreas funcionales de ésta, lo que le permite beneficiarse de la escala global del *holding*.

En cuanto a la estructura propia de la sociedad administradora, presenta una disponibilidad de recursos que responde adecuadamente a las necesidades de sus negocios, permitiendo sustentar el normal desempeño de sus operaciones. No obstante, en la medida que aumente el volumen de éstas deberá ir reforzándose y adecuándose a las nuevas exigencias.

La **Ilustración 1** presenta el organigrama correspondiente a EuroAmerica Administradora General de Fondos S.A.

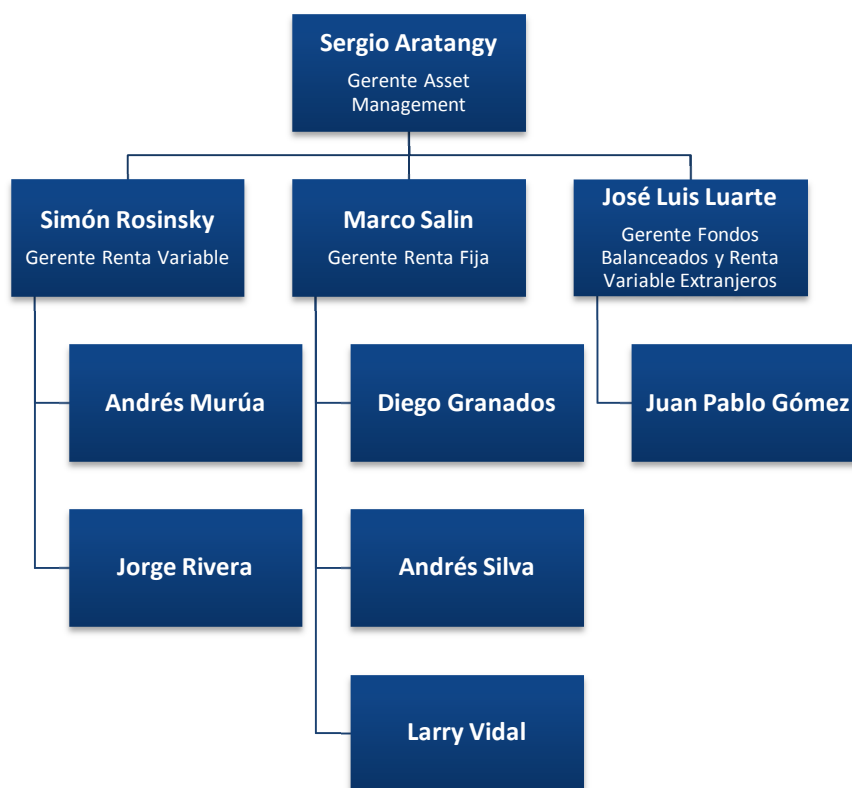


Ilustración 1: Organigrama EuroAmerica AGF

Para obtener mayor información acerca de la administradora visite nuestra página web (www.humphreys.cl), donde se encuentra el Informe de Clasificación con un análisis detallado de EuroAmerica Administradora General de Fondos.

Fondos y cuotas del fondo

Objetivos y política de inversión del fondo

EuroAmerica Experto tiene como objetivo, según se señala en su reglamento interno, ser una alternativa de ahorro y liquidez eficiente a través de los mercados de deuda, con foco en la preservación del capital, obtención de rentabilidades conservadoras y bajo riesgo en el corto plazo.

El fondo está orientado a inversionistas calificados, sean personas naturales, jurídicas y/o comunidades o administradores de cartera para los anteriores, que tengan un horizonte de inversión de corto plazo, que deseen optimizar el manejo de su disponibilidad de caja y que busquen diluir el riesgo de sus portafolios de inversión.

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

- Invertir en instrumentos de deuda corto, mediano y largo plazo del mercado nacional, con una duración máxima de 90 días para la cartera.
- Un límite máximo de inversión en títulos de deuda de securitización de 25% del activo del fondo.
- Un límite máximo de inversión por emisor de 50% del activo del fondo.
- Un límite máximo de inversión por grupo empresarial y sus personas relacionadas de 100% del activo del fondo.
- Invertir en instrumentos cuya clasificación de riesgo equivalga a "Categoría B", "N-4", o superiores.

Cabe destacar que la política de inversiones del fondo no hace diferenciación para valores emitidos por sociedades anónimas que no cuenten con el mecanismo de Gobierno Corporativo descrito en el artículo 50 Bis de la Ley N°18.046.

En opinión de **Humphreys**, el reglamento del fondo no es exigente en cuanto a materias de diversificación de la inversión, tipos de instrumentos a invertir, liquidez y clasificación de riesgo de los títulos. Pero en la práctica la cartera ha sido administrada de manera más conservadora y con normas más rigurosas que las estipuladas en su reglamento interno.

Composición del fondo

El **FM EuroAmerica Experto** ha emitido dos series de cuotas, que se describen a continuación:

- **Serie F:** Para todos los partícipes que quieran invertir en el fondo.
- **Serie G:** Para inversión en planes de APV (Ahorro Previsional Voluntario).

El patrimonio del fondo a 31 de agosto de 2014 presentaba un tamaño de US\$ 49,5 millones (US\$ 96,2 millones como promedio de los últimos doce meses). En términos generales, el fondo mutuo ha comenzado a reducir su patrimonio medido tanto en dólares como en pesos. En octubre de 2013 el fondo registró cerca de US\$ 140 millones. Esta reducción se correlaciona a la salida de partícipes, los que pasaron de 291 en la fecha anteriormente mencionada a 158 en agosto de 2014.

Lo anterior afecta también la participación que tiene el fondo dentro de la administradora, la cual llegó a representar el 20% de los recursos gestionado por la sociedad, mientras que a la fecha su importancia relativa se redujo a 5%. En los últimos 24 meses este porcentaje promedió en torno al 16%. Al medirse su presencia dentro de los fondos tipo VIII, se observa una disminución en su participación de mercado, desde niveles cercanos al 30% a valores de 15% para el mes de agosto de 2014. Este comportamiento se puede observar en la **Ilustración 2**.

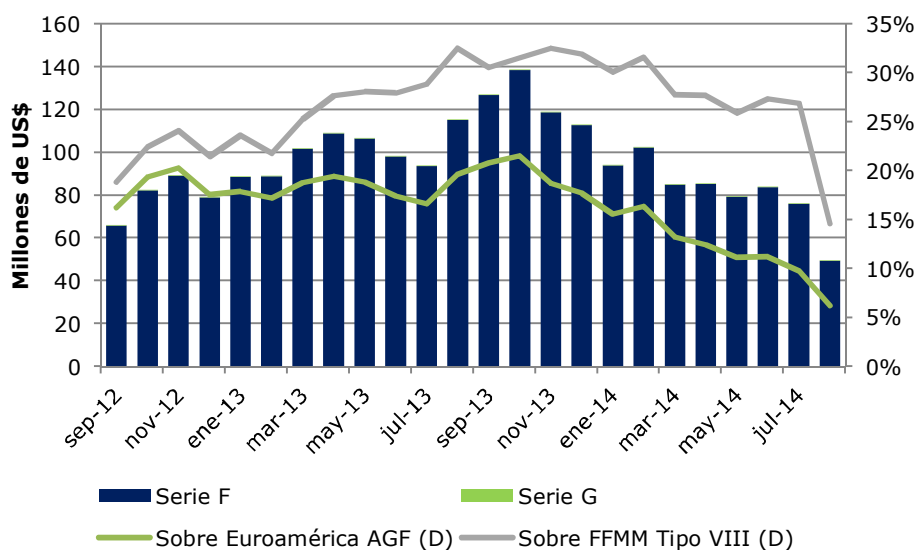


Ilustración 2: Evolución patrimonio

Las variaciones evidenciadas por el patrimonio en períodos reducidos son normales en los fondos con objetivos similares a **EuroAmerica Experto**, debido a que la permanencia recomendada para los partícipes es de una semana y su segmento objetivo –excedentes de caja– no tienen un comportamiento estable en el tiempo.

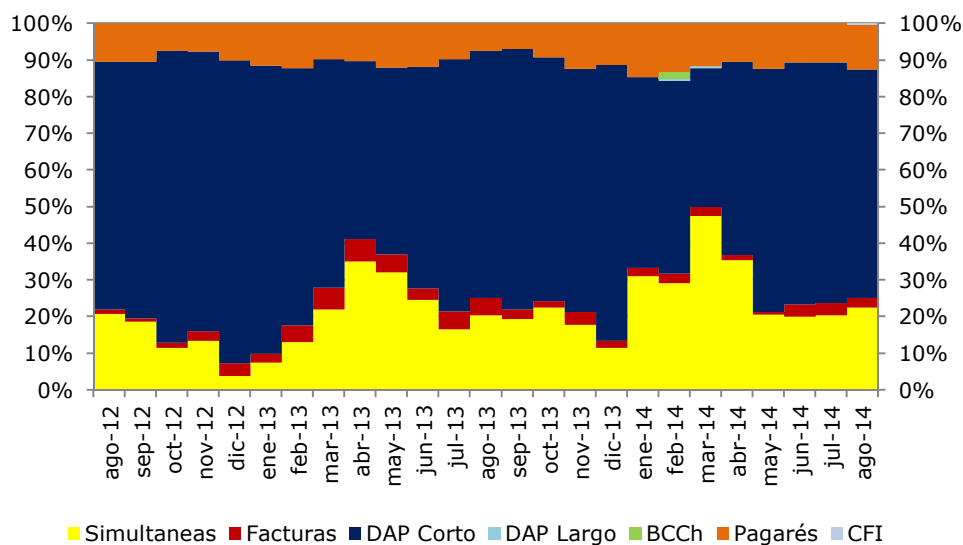


Ilustración 3: Composición de cartera por tipo de instrumento

Tabla 3: Composición cartera

Instrumento	ago-11	ago-12	ago-13	ago-14
Simultáneas	59,0%	20,8%	20,4%	22,6%
Facturas	21,4%	1,2%	4,6%	2,6%
Depósitos a plazos de corto plazo	12,1%	67,5%	67,5%	62,4%
Pagarés de Empresas	7,5%	10,5%	7,5%	12,2%
Cuotas en Fondos de Inversión	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

En términos de activos, la composición del fondo en el presente año ha estado enfocada fuertemente a depósitos a plazo de corto plazo. A lo largo de sus existencia, la estructura de inversión ha variado de forma significativa. Según la administradora, ello responde a que permanentemente se está buscando el portafolio que mejor se adecue a los objetivos del fondo y de sus partícipes, siempre respetando el reglamento interno. Tanto la **Ilustración 3** como la **Tabla 3** presentan la composición de la cartera del fondo.

Proceso de inversión

Para el cumplimiento de los objetivos de los fondos administrados, EuroAmerica AGF cuenta con un equipo de profesionales, encabezados por el gerente general, seguido de los gerentes de *Asset Management*, *Wealth Management* y Distribución Institucional.

Dentro del proceso de inversión, cada fondo tiene definida una política interna –explicitada en los manuales “Políticas de Cartera de Inversiones” y “Políticas de Riesgo Financiero e Información a los Emisores”, así como en su reglamento interno– en base a la cual se toman las decisiones de compra y venta de instrumentos. Lo anterior se complementa con las tácticas de inversión particular de cada fondo y con información concerniente a las expectativas sobre el mercado de capitales.

El equipo de inversión, específicamente el área de renta fija, se reúne semanalmente para materializar los comités de inversiones los cuales están dirigidos por el gerente de renta fija y conformada por los respectivos *portafolio managers*, además de los analistas del área. Los comités se encuentran segmentados según objetivo, teniendo un comité estratégico (visión *top-down*), dos comités sectoriales (visión *bottom-up*) y un comité de análisis de exposición/posición, que en la práctica es la instancia formal para analizar el control de gestión y el riesgo del portafolio. Para el caso específico de **FM EuroAmerica Experto** las principales variables que se definen en el comité son el *duration* de la cartera y los límites máximos de exposición por clasificación de riesgo de los emisores.

A su vez –en promedio cuatro veces al año– se realiza un comité de productos, en el cual participan las áreas comercial, marketing, distribución e inversiones. En éste se presentan proyectos de nuevos fondos y se discute sobre posibles mejoras a los fondos actuales para que se adecuen de mejor manera a las

necesidades de los clientes. Los nuevos proyectos, en tanto, nacen del conocimiento que se tiene del mercado y de los clientes, así como de la interacción que mantienen con éstos las distintas áreas involucradas en el proceso.

Manejo de los conflictos de interés

Para efectos del tratamiento y manejo de los conflictos de interés que puedan surgir dentro de las operaciones de la administradora, EuroAmerica AGF cuenta con el “Manual de Manejo de Información de Interés de Mercado”, vigente desde marzo de 2010, en el cual se establecen los criterios generales y específicos para su manejo.

Dentro de este contexto, EuroAmerica AGF norma las actividades de sus empleados al momento de realizar cualquier inversión a través de la administradora, quienes además se encuentran en constante fiscalización para asegurar que esto se cumpla.

En paralelo, el manual proporciona un marco de acción adecuado para la toma de decisión cuando existen objetivos similares entre distintos fondos; asimismo, entrega las herramientas para garantizar un trato igualitario a los partícipes, independiente de su fondo y, por último, da a conocer los mecanismos existentes para controlar, evitar y solucionar un eventual conflicto de interés, definiendo claramente el rol y responsabilidad de cada involucrado ante una eventual situación irregular.

Cualquier infracción en contra de las disposiciones establecidas debe ser informada al gerente general, en quien cabe la responsabilidad de analizarla y, si corresponde, dictar una sanción según la naturaleza y gravedad de los hechos y sus consecuencias para la AGF, sus accionistas y el mercado en general.

En opinión de **Humphreys**, el manejo de los conflictos de interés está muy bien acotado por el manual del mismo nombre, especificando de manera clara y precisa, pero con la flexibilidad necesaria, los eventuales conflictos que pudiesen suscitarse en la operación de los fondos. Además se establecen los procedimientos pertinentes para asegurar la no ocurrencia de los mismos y en el caso que llegasen a existir, proveer las pautas para la solución de los mismos.

Remuneración y comisiones

La remuneración por los servicios se aplica al monto que resulta de deducir al 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 rescates solicitados antes de dicho cierre. Con respecto a otros cobros, sólo la serie G establece un pago de comisión por rescate de cuotas, en función de la permanencia en la misma. La remuneración para las distintas series se presenta en la **Tabla 4**.

Tabla 4: Series FM EuroAmerica Experto

Serie	Remuneración*	Gasto de operación	Comisión*
F	2,618%	0,80%	0-6 días 0,111% 7 o más días 0,000%
G	2,200%	0,80%	No contempla

* IVA incluido

** Serie exenta de IVA

Según cierre del ejercicio 2013, la AGF había recaudado US\$ 0,40 millones por concepto de remuneración del fondo, mientras que al término de agosto del presente año sumaba US\$ 0,04 millones.

Política de endeudamiento

Según lo establecido en el reglamento interno el fondo no contempla la posibilidad de endeudamiento, situación que se ha cumplido en los hechos.

Comportamiento del fondo y las cuotas

Rentabilidad y riesgo

En términos comparativos, y considerando el efecto de las remuneraciones, la rentabilidad del fondo ha sido elevada y ha evolucionado, en término de tendencia, en forma muy similar a la de los fondos tipo I, aquellos que invierten en instrumentos de deuda de corto plazo con duración menor a 90 días. En la práctica, en los últimos dos años, el promedio mensual de la rentabilidad anualizada de la serie F del **FM EuroAmerica Experto** fue de 5,5%, superior a la rentabilidad de los fondos Tipo I y Tasa Interbancaria Promedio (TIP) de 30 a 89 días que alcanzaron una rentabilidad promedio de 3,8% y 4,8% respectivamente en ese período. La serie G obtuvieron una rentabilidad promedio de 5,5% en los últimos dos años.

A continuación, en la **Tabla 5** se muestra un análisis de rentabilidad riesgo para el fondo en relación a la TIP y los fondos tipo I, en pesos, de la industria.

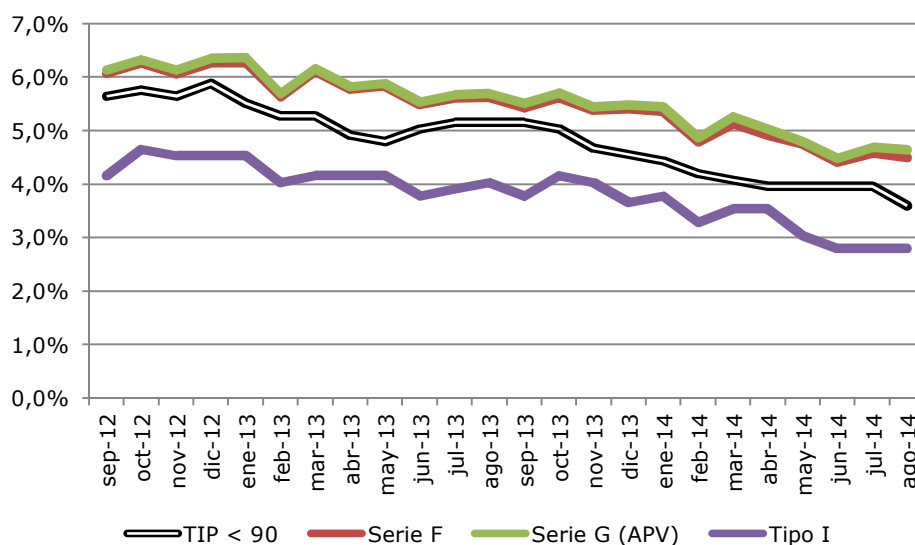


Ilustración 4: Rentabilidad nominal (anualizada)

Tabla 5: Análisis de rentabilidad FM EuroAmerica Experto

Datos en base mensual	Serie F	Serie G (APV)	Tipo I	TIP < 90
Agosto	0,37%	0,38%	0,30%	0,23%
Julio	0,37%	0,38%	0,32%	0,23%
Últimos seis meses	1,16%	1,18%	0,97%	0,76%
Últimos 12 meses	0,41%	0,42%	0,35%	0,28%
YTD	1,05%	1,07%	0,88%	0,70%
Desv. Std. (24m)	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%
Promedio (24m)	0,44%	0,44%	0,31%	0,39%
C. Variación (24m)	0,11	0,11	0,14	0,14

Datos en base anual	Serie F	Serie G (APV)	Tipo I	TIP < 90
Agosto	4,50%	4,64%	3,60%	2,80%
Julio	4,59%	4,69%	3,96%	2,80%
Últimos seis meses	4,72%	4,82%	3,92%	3,08%
Últimos 12 meses	5,02%	5,11%	4,30%	3,43%
YTD	13,34%	13,61%	11,08%	8,75%

Se desprende del análisis anterior que **FM EuroAmerica Experto**, desde la perspectiva de su retorno, presenta un buen desempeño competitivo a nivel de industria, por lo que cumple con los objetivos que se ha propuesto en cuanto a tener una rentabilidad superior a la de los depósitos a plazo y rentar por sobre los fondos mutuos *money market*.

En cuanto a la volatilidad de la rentabilidad de sus cuotas, el coeficiente de variación de la serie F fue de 0,11 veces, siendo inferior a los fondos tipo I y TIP de 30 a 89 días que registraron 0,14 veces en ambos indicadores. Sin embargo, el coeficiente de variación de la serie es mayor que las 0,05 veces registradas hace un año.

El riesgo de pérdida de valor de los activos ante las fluctuaciones en la tasa de interés se ve mitigado debido a la composición del fondo que, como se mencionó anteriormente, conforma una cartera con un período de duración promedio menor a 90 días.

Respecto a las operaciones de simultáneas, estas son realizadas a través de EuroAmerica Corredores de Bolsa, que actúa como intermediario con otras corredoras.

Volatilidad del fondo (riesgo del portafolio)

Dado que la estructura del portafolio de inversiones del **FM EuroAmerica Experto** se concentra mayoritariamente en instrumentos cuyos emisores son clasificados en "Categoría A" o superior (a agosto de 2014 alcanzaban una concentración de 59,0%), y que la mayor parte de sus inversiones presentan niveles de riesgo superiores o iguales a N-1, es posible presumir que su cartera presenta un riesgo por *default* que puede considerarse 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 agosto de 2014, tendría una pérdida esperada del orden del 0,00426% en lo que va del año, fluctuando entre 0,00309% y 0,00521 % en los últimos doce meses (se debe tener presente que la duración de la cartera es inferior a un año). Al analizar el desempeño del indicador de pérdida de los últimos dos años, se observa que este se ha estabilizado en torno a un valor promedio de 0,00445% con una leve pendiente positiva, lo que significa un leve aumento en la pérdida esperada durante el 2014. La **Ilustración 5** muestra gráficamente la evolución que ha experimentado la pérdida esperada de la cartera de **FM EuroAmerica Experto**.

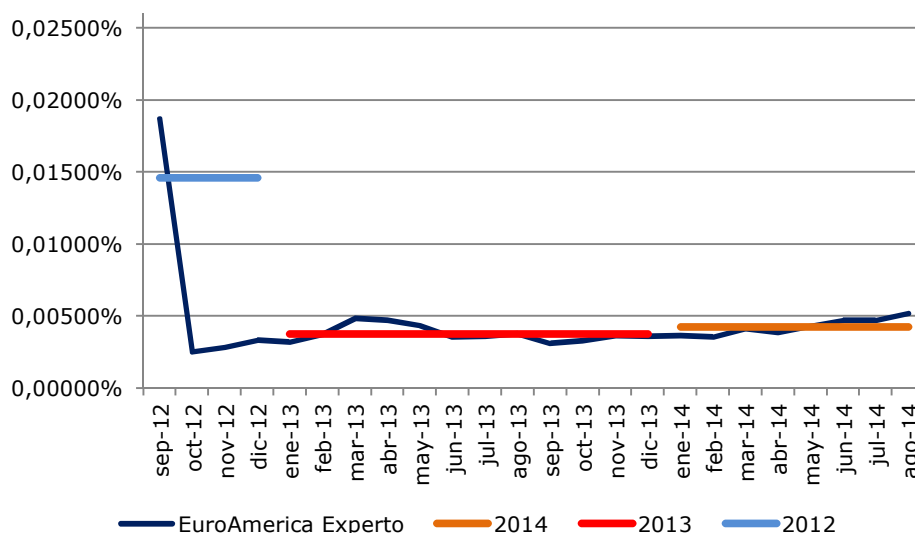


Ilustración 5: Pérdida esperada

Para analizar a través del tiempo el cambio en el riesgo crediticio de la cartera, la **Ilustración 6** muestra la composición de la misma en relación al *rating* asociado a cada emisor, apreciándose una adecuada estabilidad estratégica en términos de solvencia de emisores.

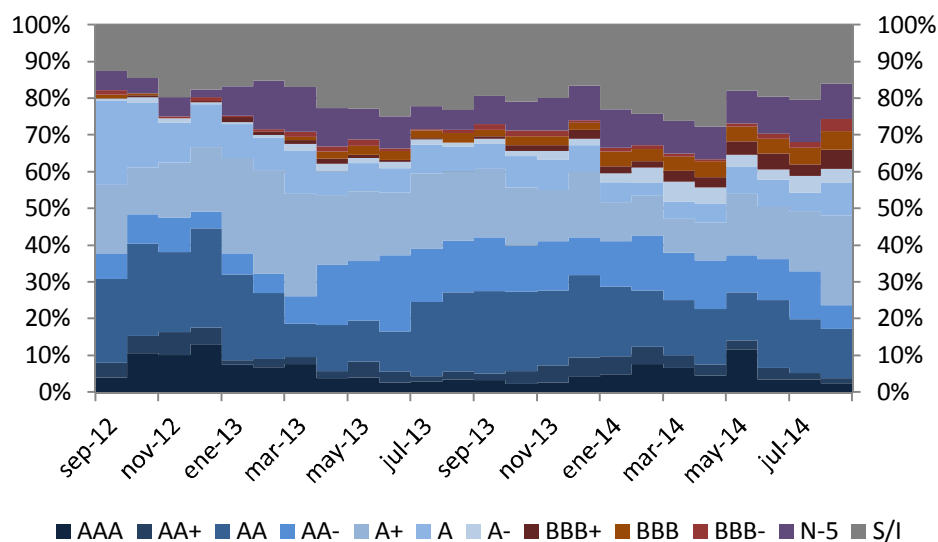


Ilustración 6: Clasificación de riesgo de los emisores

A partir de los gráficos anteriores, se aprecia una estructura de inversiones que privilegia emisores clasificados en "Categoría A", que a agosto de 2014 representaban el 60,9% del portafolio (clasificaciones tanto de solvencia de los activos de garantías en operaciones simultáneas y facturas como también instrumentos de deuda).

Por otro lado, los riesgos de mercado se ven atenuados por el perfil de la cartera de inversiones, que se concentra principalmente en el corto plazo (*duration* promedio de 62,5 días para los primeros ocho meses de 2014), y en títulos en pesos a tasa fija de emisores nacionales (la totalidad de la cartera se encuentra expresada 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).

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. Para todos los efectos, la inversión en activos requeridos con promesa de venta se considerará una inversión en deuda, cualquiera sea la naturaleza de los activos comprometidos. No obstante, a estas inversiones no les son aplicables los límites legales establecidos en los números 4), 5), 6), y 7) del artículo 13 del D.L N°1.328.

Los excesos de inversión no están permitidos y, en el caso que ocurrieran -ya sea por efecto de fluctuaciones en el mercado o por cualquier otra 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 marco amplio (siempre recordando que es un fondo para inversionistas calificados), limitando solamente los títulos de deuda de securitización (25% de activo), el máximo de inversión por emisor (50% del activo) y el tipo de moneda en la cual el fondo podrá invertir (pesos de Chile).

Sumado a lo anterior, el "Manual de Riesgo Financiero e Información a Emisores" define restricciones a la diversificación de este fondo y norma aspectos referidos a la liquidez de los títulos representativos de capital de respaldo, a las contrapartes de simultáneas (Corredoras de Bolsa) y a la duración de la cartera, entre otras.

A la fecha, no existen incumplimientos del reglamento interno en cuanto a la diversificación, esto explicado tanto por su correcta administración, como por lo poco restrictivo del mismo. Cabe destacar que el fondo ha reducido sus niveles su diversificación en comparación con hace un año atrás, ya que en agosto de 2014, el fondo mantenía 51 instrumentos financieros activos, donde los cinco mayores representaban un 59,2% de la cartera, siendo un depósito a plazo con el Banco Penta el mayor, con un 17,3% de la misma. En septiembre del año anterior en tanto, el fondo mantenía 205 instrumentos activos, donde los cinco mayores representaron un 11,5% de la cartera, liderado por AES Gener, con un 3,7% de importancia. Pese a lo anterior, los tres activos con mayor participación en el fondo son depósitos a plazo, lo que debería acotar su riesgo. Además, el riesgo del fondo está acotado por los análisis financieros y seguimientos que realiza la administradora a los pagadores, por las regulaciones que imponen las distintas bolsas en cuanto a los valores

o facturas que en ellas se transan y a las mencionadas anteriormente referidas al “Manual de Riesgo Financiero”.

Liquidez de la cuota

Cualquier partícipe tiene derecho, en todo momento del tiempo, a rescatar total o parcialmente sus cuotas del fondo, salvo que los rescates del aportante representen un porcentaje igual o superior a 10% del valor del fondo. En este caso, se paga dentro del plazo de quince días corridos contados desde la fecha de presentación de la solicitud de rescate, en caso contrario, el plazo máximo para el pago del recate será de diez días contados desde la fecha de presentación de la solicitud pertinente, o desde la fecha en que se dé curso al rescate (si se trata de un rescate programado).

Durante el período comprendido entre septiembre de 2013 y agosto de 2014 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, salvo los tres más relevante, tienen una baja incidencia en su desempeño, por cuanto la capacidad de retiro de cada uno no es muy elevada. A agosto de 2014 el principal aportante del fondo representaba un 13,5% del patrimonio, mientras que los cinco principales registraban cerca del 43,0% de éste.

Liquidez del fondo

La política de desinversión del fondo descansa sobre todo en el hecho de que la cartera de inversiones es de corto plazo (100% de la cartera presenta un plazo de inversión inferior a un año), reduciendo así el riesgo de salida de sus inversiones.

Por otro lado, el portafolio además de tener un *duration* bastante inferior a 90 días (promedio de 51,5 días los últimos dos años) y concentra su respaldo (activos del fondo) en papeles que presentan mercado secundario y buena liquidez.

Tabla 6: Importancia de los mayores aportantes en el fondo

Peso relativo aportante	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	ago-14
1°	22,67%	9,58%	10,52%	7,20%	13,47%
2°	12,59%	9,56%	6,74%	4,62%	9,40%
3°	10,66%	7,82%	5,87%	4,57%	9,25%
4°	8,97%	6,93%	5,52%	4,51%	6,07%
5°	7,55%	5,55%	3,98%	4,31%	4,79%
6°	6,36%	5,12%	3,42%	4,04%	4,78%
7°	5,19%	4,98%	3,22%	3,22%	3,23%
8°	4,30%	4,90%	2,67%	3,09%	3,06%
9°	3,99%	3,58%	2,66%	2,52%	2,12%
10°	3,44%	3,56%	2,41%	2,45%	1,95%
Total	85,42%	61,58%	47,01%	40,53%	58,12%

Valorización de las cuotas

De acuerdo a lo establecido en la circular N°1579 emitida por la SVS, deberán valorizar los instrumentos que conforman su cartera de inversiones al valor resultante de actualizar el o los pagos futuros de cada instrumento, utilizando como tasa de descuento la tasa interna de retorno implícita en la adquisición del instrumento (TIR de compra).

En todo caso, cuando a juicio del Gerente General de la Sociedad Administradora, existan diferencias relevantes para uno o más instrumentos entre la valorización a TIR de compra y a la tasa entregada por el modelo de valorización referido en el título 1, numeral 1, sección 1, 2, letra a), de esta Circular N°1579, deberá utilizarse esta última en la valorización de dichos instrumentos.

En la eventualidad que el modelo de valorización no otorgue tasas para un determinado instrumento presente en la cartera de los Fondos Mutuos, este deberá ser valorizado al precio o valor de mercado, conforme a los siguientes criterios:

1. Si en el día de valorización el título se hubiere transado en algún mercado respecto de cuyas transacciones se publique estadística diaria de precios y montos, el valor a utilizar será el resultante de actualizar él o los pagos futuros del título considerando como tasa de descuento la tasa interna de retorno promedio ponderada de las transacciones informadas del día, siempre que estas hayan superado un total de UF 500.
2. Si en el día de la valorización no se hubiese superado el monto de UF500 referido, o bien, si no se hubiere transado el título, este se valorizará utilizando como tasa de descuento la última que se hubiere determinado en conformidad a lo dispuesto en el punto 1 anterior.

El Gerente General de la Sociedad Administradora deberá velar para que esta valorización represente el valor de mercado del instrumento en cuestión. Si no lo representare, deberá efectuar ajustes al valor obtenido, con el objeto de que la valorización refleje el monto al que el instrumento se pueda liquidar en el mercado.

Los ajustes deben ser fundamentados y sus bases debe ser puesta a disposición de la Superintendencia o de cualquier partícipe del fondo, a su sola solicitud.

En opinión de **Humphreys**, por tratarse de papeles de corto plazo el mecanismo de valorización no difiere significativamente de una valorización de mercado propiamente tal y en caso que así ocurriese (situación excepcional), se tiene la facultad de llevar a cabo la corrección correspondiente.

La **Ilustración 7** muestra cómo ha evolucionado la composición de los instrumentos utilizados por el fondo en cuanto al *duration* de la cartera.

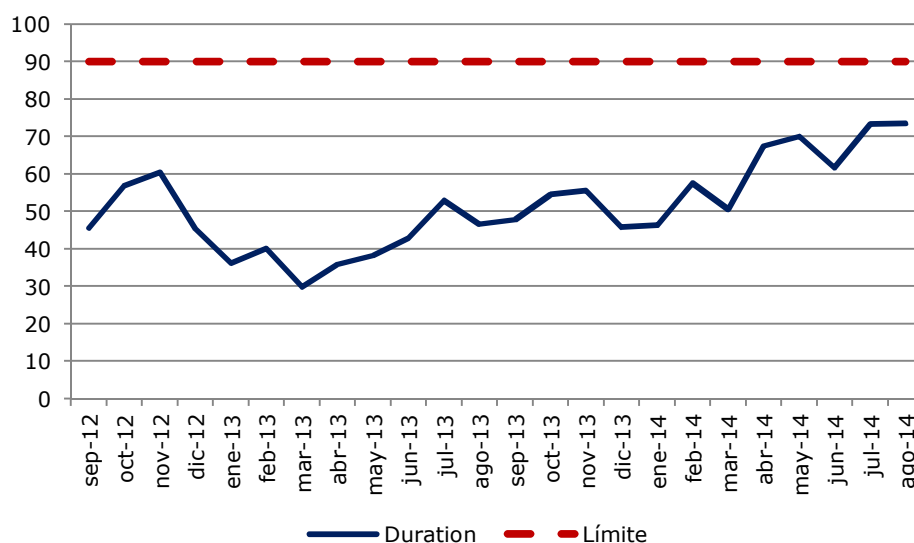


Ilustración 7: *Duration* de la cartera

"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."