



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

Analistas
Carolina García
Gonzalo Neculmán
Tel. (56-2) 433 5200
carolina.garcia@humphreys.cl
gonzalo.neculman@humphreys.cl

Fondo Mutuo EuroAmerica Proyección E

Octubre 2012

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

<i>Categoría de riesgo</i>	
Tipo de instrumento	Categoría
Cuotas	A+ fm
Riesgo de mercado	M5
Tendencia	Favorable ¹
Estados Financieros	Diciembre 2011 ²
Administradora	EuroAmerica Administradora General de Fondos S.A.

Opinión

Fundamento de la clasificación

Fondo Mutuo EuroAmerica Proyección E (en adelante **FM Proyección E**), comenzó sus operaciones en abril de 2009, corresponde a un fondo mutuo catalogado por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), como un fondo de libre inversión³ y es administrado por EuroAmerica Administradora General de Fondos (en adelante EuroAmerica AGF), empresa del grupo EuroAmerica S.A, presente en el mercado desde 1900.

De acuerdo con lo establecido en su reglamento interno, **FM Proyección E** tiene como objetivo ser una alternativa de inversión para aquellas personas interesadas en realizar ahorro previsional voluntario y/o ahorro previsional voluntario colectivo, a través de un fondo cuya cartera esté compuesta por títulos de deuda -al menos un 70% del activo del fondo- y/o de capitalización –máximo 30%- , con horizonte de inversión de largo plazo, emitidos por instituciones chilenas o extranjeras.

Según la información al 31 de agosto de 2012, el capital administrado por el fondo ascendía a US\$ 37,6 millones, con un promedio de US\$ 40,3 millones para los últimos doce meses⁴.

Entre las fortalezas del **FM Proyección E** que permiten sustentar la clasificación de riesgo de sus cuotas en "*Categoría A+ fm*", destacan las características propias de su cartera de

¹ Tendencia anterior: Estable.

² Corresponden a los últimos EEFF disponibles. Complementariamente el análisis considera la información proporcionada a la SVS al cierre de Agosto de 2012 (Cartera de Inversiones, Valores Cuota).

³ Fondo mutuo tipo 6.

⁴ Para efectos de la presente revisión se considera por "últimos doce meses" al periodo comprendido entre Septiembre de 2010 y Agosto de 2012.

inversiones, la cual se ha orientado a instrumentos de reducido riesgo crediticio, en especial durante el último año. Esto se ha traducido en una mejora en el nivel de riesgo del portafolio, lo que se evidencia en la disminución del indicador de pérdida esperada calculado por la clasificadora, el cual ha pasado de un promedio de 0,28% entre los meses de agosto 2010 y agosto 2011, a una media de 0,16% en los últimos doce meses.

Adicionalmente, la clasificación de las cuotas incorpora la administración de EuroAmerica como factor positivo, puesto que la entidad, en opinión de *Humphreys*, posee una alta capacidad de gestión para administrar fondos, lo que permite presumir una baja probabilidad de deterioro significativo en el nivel de riesgo actual de las cuotas.

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 presentar variaciones significativas en cuanto a riesgo crediticio de los emisores (sobre B/N-4), lo cual trae consigo un deterioro potencial en el riesgo de las cuotas. Con todo, se consideran como atenuantes las restricciones que se impone la sociedad administradora, en términos de políticas internas de inversión más restrictivas que las exhibidas por el reglamento interno. Si bien existe amplitud de definición en cuanto a la calificación de los emisores en el reglamento interno, hay que destacar que esta situación es transversal a la industria de fondos mutuos en Chile.

Por su parte, el riesgo de mercado asignado corresponde a M5, en atención al perfil de la cartera, expresada en distintas monedas y de larga duración. Esto se evidencia en el hecho de que durante los últimos doce meses la cartera ha estado expresada en Unidades de Fomento (89,3%), pesos (7,5%) y moneda extranjera y cuotas de fondos (3,1%).

Entre enero de 2011 y agosto de 2012, el fondo ha respetado el margen máximo por emisor establecido en el reglamento interno. La duración promedio de la cartera, en tanto, se ha mantenido dentro de los plazos definidos por el reglamento, promediando 6,5 años en los últimos doce meses.

La perspectiva de clasificación en el corto plazo se modifica a "*Favorable*⁵", principalmente, por la mejora en la calidad crediticia de la cartera, lo cual se ha traducido en una reducción importante (considerando la magnitud del intervalo permitido para el indicador) del nivel de

⁵ Corresponde a aquellos instrumentos que podrían ver mejorada su clasificación como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

pérdida esperada de la cartera. Si la tendencia mostrada en la pérdida esperada se mantiene, la clasificación podría verse favorecida.

Para la mantención de la clasificación es necesario que la cartera de inversiones no sufra deterioros en sus niveles de riesgo y que la administradora mantenga los actuales estándares de calidad.

Definición categorías de riesgo

Categoría A

Cuotas con alta protección ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio.

“+”: Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Categoría M5

Cuotas con alta sensibilidad a cambios en las condiciones de mercado.

Antecedentes generales

FM Proyección E 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 (propietaria del 99,9% de la administradora), corredora de bolsa, corredora de bolsa de productos, administradora general de fondos y servicios financieros.

Según información otorgada por la SVS, al 31 de agosto de 2012 la sociedad administraba 18 fondos mutuos con un patrimonio administrado que totalizaba cerca de US\$ 410 millones, cifra que le otorgaba una participación de mercado en torno al 1,04%. En términos de montos, las principales concentraciones la constituyen los fondos de libre inversión con un 29%.

El cuadro presenta la distribución por tipo de fondos mutuos administrados a esa fecha:

Cuadro 1: EuroAmerica AGF. Distribución por tipo de fondos administrados (agosto 2012)

Distribución por tipo de fondos	
Corto Plazo ⁶	23,0%
Mediano y Largo Plazo	9,1%
Mixto	0,7%
Capitalización	22,5%
Libre Inversión	28,7%
Inversionistas Calificados	15,9%

Visión de negocio

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

Administración

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.

A continuación se presentan los miembros que conforman el directorio y la gerencia general de la administradora hasta agosto de 2012:

⁶ Considera fondos mutuos tipo 1 y 2.

Cuadro 2: Directorio EuroAmerica AGF.

Directorio	Cargo
Nicholas A. Davis Lecaros	Presidente
Jorge Lesser García-Huidobro	Director
Gonzalo Molina Ariztía	Director
Henry Comber Sigall	Director
Carlos Muños Huerta	Director
Claudio Asecio Fulgeri	Gerente General

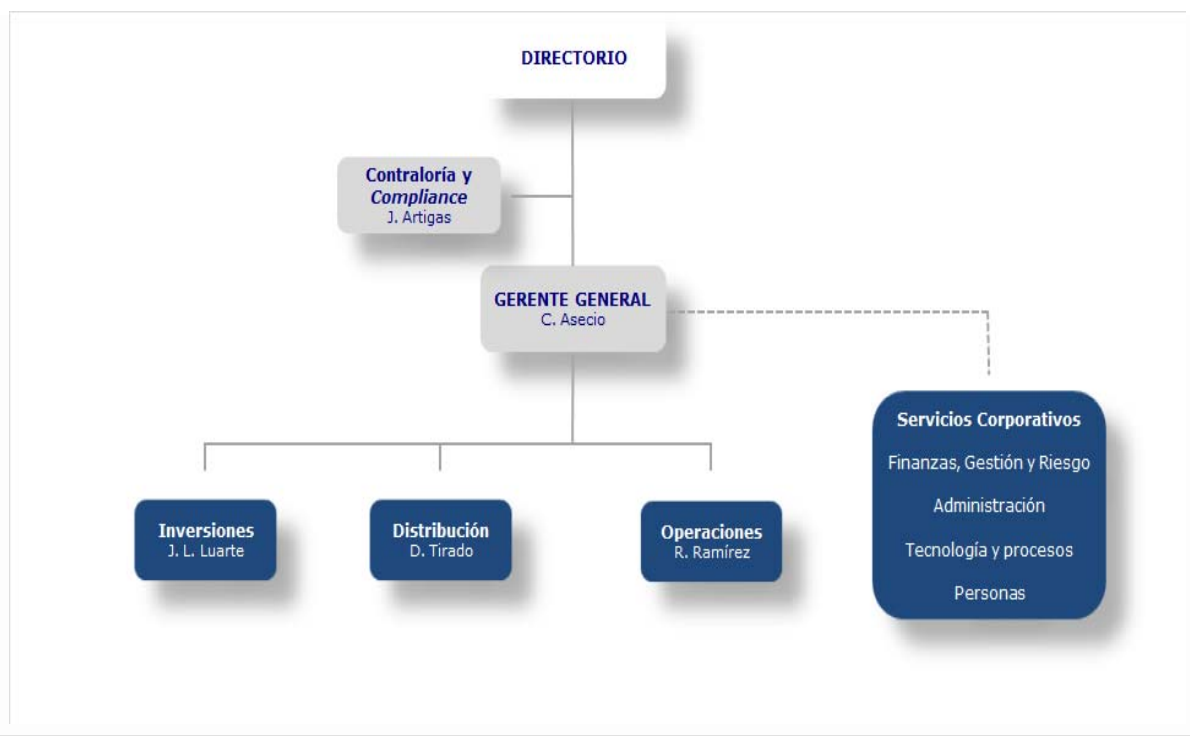
El directorio de la sociedad lo componen tanto miembros del directorio de la empresa matriz como ejecutivos de la misma, lo que refuerza la integración estratégica de la sociedad administradora dentro del *holding*.

La gerencia general de la sociedad, por su parte, recae sobre el Sr. Claudio Asecio Fulgeri, quien detenta igual cargo en la compañía de seguros de vida del grupo, teniendo como objetivo principal 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 éste, lo que le permite beneficiarse de la escala global del *holding*.

En tanto, 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.

En el siguiente cuadro se presenta el organigrama correspondiente a EuroAmerica Administradora General de Fondos S.A.:



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.

Fondo y cuotas del fondo

Objetivos del fondo

En virtud de lo señalado en el reglamento interno, la política de inversión tiene como propósito ser una alternativa de ahorro e inversión de largo⁷ plazo a través de la adquisición de instrumentos de deuda (mínimo 70% del activo del fondo) o instrumentos de capitalización (máximo 30% del activo del fondo), emitidos por emisores nacionales y extranjeros. De esta forma, el fondo pretende posicionarse como un alternativa de ahorro previsional voluntario.

⁷ Horizonte de inversión modificado en el último reglamento interno.

En términos específicos, la política de inversión estipulada en el reglamento interno establece, entre otras cosas, que:

- Deberá invertir como mínimo un 70% en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo.
- El horizonte de inversión es de largo plazo.
- En términos de clasificación de riesgo, sólo se podrá invertir en valores de emisores nacionales, cuya clasificación equivalga a "B", "N-4", o superiores.
- Podrá mantener dentro de su cartera instrumentos de deuda y capitalización de emisores nacionales y extranjeros.
- Podrá invertir en instrumentos derivados, realizar operaciones de compra de instrumentos de oferta pública con promesas de venta, y efectuar venta corta y préstamo de acciones. Estas operaciones deben ceñirse a lo establecido en la normativa vigente que corresponda a cada caso (Norma de Carácter General N° 204 para la inversión en instrumentos derivados, Circular N° 1.797 para la adquisición de instrumentos de compra con promesa de venta y Circular N° 1518 para las operaciones de venta corta y préstamo de acciones autorizadas).

En la práctica, **FM Proyección E** ha presentado una cartera de inversión concentrada en bonos corporativos, bonos de bancos e instituciones financieras y bonos subordinados los que para los últimos doce meses alcanzan participaciones promedio de 40,6%, 32,9% y 9,1%, respectivamente. Respecto de la clasificación de largo plazo de las instituciones que emiten los activos subyacentes de la cartera, al cierre de agosto de 2012 el 82,6% se encuentra clasificada con nota "AA-" o superior (promedio de 80,5% para el periodo comprendido entre septiembre de 2011 y agosto de 2012) respetando la cota de clasificación de riesgo de emisores mínima estipulada en el reglamento interno (B). El portafolio se ha enfocado en instrumentos de largo plazo, con una duración que en promedio, durante los primeros siete meses de 2012, ascendió a 6,1 años. Cabe destacar que durante el periodo analizado⁸ el fondo no presentó incumplimientos en cuanto a límites por emisor establecidos en el reglamento interno.

⁸ Referido al periodo comprendido entre septiembre de 2010 y agosto de 2012.

En opinión de **Humphreys**, el reglamento del **FM Proyección E** explicita de manera adecuada las características de los instrumentos en los cuales el fondo puede invertir sus recursos. Sin embargo, en relación a la composición actual de sus activos, y dadas las restricciones de inversión a las que debe someterse, existe la posibilidad de deterioro en el nivel de riesgo crediticio sin incumplir lo establecido en el reglamento interno. A pesar de este último aspecto, en la práctica el portafolio ha sido administrado de tal manera que su riesgo crediticio se ha mantenido acotado a lo largo de los últimos años concentrándose preferentemente en instrumentos nominados en unidades de fomento y pesos chilenos⁹.

Composición del fondo

El reglamento interno del fondo señala que éste se compone de cinco series de cuotas, las cuales se diferencian por requisito de ingreso y/o remuneración cobrada por la AGF. Tal como se aprecia en la última columna del cuadro siguiente, sólo tres series presentan movimientos de importancia en el presente año¹⁰, a saber las series A, B-APV y D:

Cuadro 3: FM EuroAmerica Proyección E. Resumen series de cuotas.

Serie	Requisito de ingreso	Patrimonio (promedio últimos doce meses ¹¹) US\$MM
A	no contempla	31,02
B-APV/APVC	aporte destinado a planes APV/APVC ¹²	5,4
D	\$ 500.000.000	3,9
H-APV/APVC	aporte destinado a planes APV/APVC ¹³	0,002
I-APV/APVC	aporte destinado a planes APV/APVC ¹⁴	0,02

Al 31 de agosto de 2012 el fondo presentaba un tamaño aproximado de US\$ 37,6 millones, siendo la serie A, la de mayor importancia al aportar con US\$ 25 millones. En términos generales, el fondo ha mostrado una evolución creciente en los últimos dos años, pasando de un

⁹ Al cierre de agosto de 2012 el 87,8% del activo del fondo se encuentra expresado en UF mientras que el 10% en pesos.

¹⁰ Aportes o rescates informados en valores cuota.

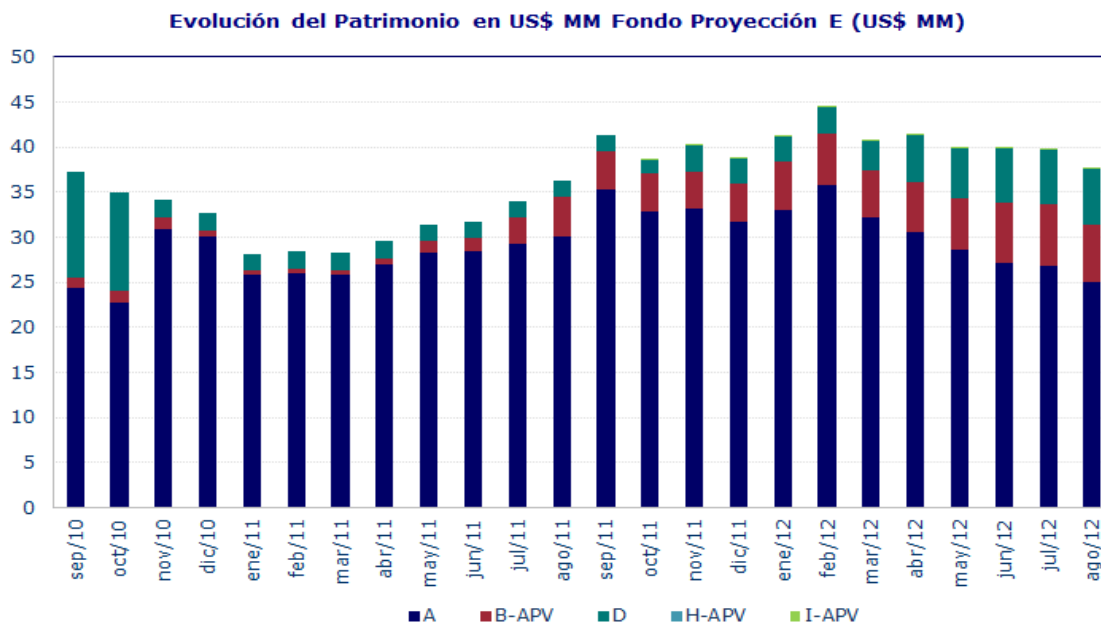
¹¹ Corresponde al periodo comprendido entre septiembre de 2011 y agosto de 2012.

¹² Para planes colectivos o grupales el número de adherentes por empresa debe ser de hasta 100 partícipes.

¹³ Para planes colectivos o grupales el número de adherentes por empresa debe ser superior a 100 partícipes e inferior a 300 partícipes.

¹⁴ Para planes colectivos o grupales el número de adherentes por empresa debe ser superior a 300 partícipes.

promedio anual de US\$ 32,2 millones, para el periodo septiembre 2010 a agosto 2011, a un valor de US\$ 40,3 millones en los últimos doce meses analizados, como se puede apreciar en el siguiente gráfico:



Dentro de los fondos mutuos administrados por la AGF la relevancia de **Proyección E** también ha mostrado una tendencia estable, que se ubica en torno al 11,7% como promedio de los últimos doce meses. En términos de activos, el fondo está orientado principalmente a títulos de deuda de largo plazo (bonos de empresas, bonos de bancos e instituciones financieras y en menor medida a bonos subordinados). El cuadro siguiente muestra la evolución de las principales inversiones:

Cuadro 4: FM EuroAmerica Proyección E. Distribución inversiones por tipo de instrumento.

Instrumento	Promedio sept 2010-agosto 2011	Promedio sept 2011-agosto 2012
bonos de empresas	50,49%	40,59%
bonos de bancos e instituciones financieras	19,45%	32,90%
bonos subordinados	7,72%	9,14%
Letras hipotecarias de bancos e inst. financieras	4,74%	4,63%
bonos del Banco Central, en UF	2,84%	2,47%
Depósitos corto plazo	2,27%	2,76%
Cuotas de fondos mutuos extranjeros	3,29%	1,51%
Depósitos largo plazo	3,67%	0,00%
Bonos Banco Central, en pesos	0,87%	2,19%
Cuotas de fondos de inversión	1,27%	1,39%
Bonos Tesorería General de la República, en pesos	0,80%	1,80%
Bonos Tesorería General de la República, en UF	1,45%	0,24%

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 por el gerente de inversiones, tres *portfolio managers* y cuatro operadores de mesa.

Dentro del proceso de inversiones, cada fondo tiene definida una política interna -explicitada en los manuales "Políticas de Cartera de Inversiones", "Políticas de Riesgo Financiero e Información a los Emisores" y 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 se reúne una vez por semana para analizar las distintas áreas, como son renta fija, renta variable nacional, renta variable internacional y finalmente *assets allocation*, materializando así los comités de inversión. Sus integrantes son:

- Gerente general
- Gerente de inversiones
- *Portfolio manager* renta variable internacional
- *Portfolio manager* renta variable local
- *Portfolio manager* renta fija
- Dos operadores renta variable
- Dos operadores renta fija

En el comité se analiza de manera global las carteras de todos los fondos administrados, en cuanto a sus exposición, valorización y proyección. Además, se revisa el comportamiento específico de la cartera, la evolución de los activos administrados y se contrasta con las directrices establecidas para el mismo y sus *benchmarks*. El comité, en la práctica, es la instancia formal para analizar el control de gestión y el riesgo del portfolio. Para el caso específico de **FM Proyección E** 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 de la interacción de los conocimientos que tienen del mercado y sus clientes, las diversas áreas involucradas en el proceso.

Remuneraciones 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 del fondo 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, el fondo no estipula el pago de comisiones ni gastos por operación. El siguiente cuadro presenta la estructura de remuneraciones estipulada en el reglamento interno vigente:

Cuadro 5: FM EuroAmerica Proyección E. Remuneraciones.

Serie	Remuneración (máx. anual IVA incluido)	comisión (% IVA incluido)
A	3,094%	No Contempla
B-APV/APVC	1,7%	No Contempla
D	1,0%	No Contempla
H-APV/APVC	1,5%	No Contempla
I-APV/APVC	1,3%	No Contempla

Según el cierre del ejercicio de 2011, la AGF había recaudado por concepto de remuneración del fondo US\$ 0,4 millones.

Política de endeudamiento

Según lo establecido en el reglamento interno el fondo no contempla la posibilidad de endeudamiento.

Comportamiento del fondo y las cuotas

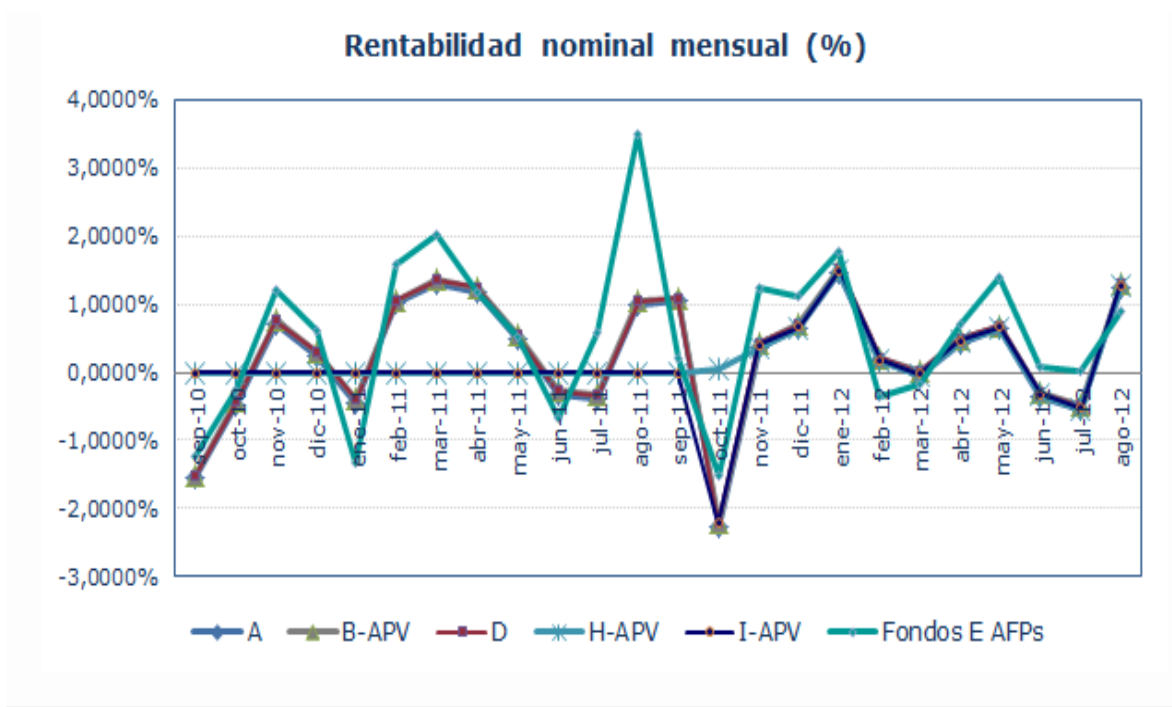
Rentabilidad

En términos comparativos, y considerando el efecto de las remuneraciones, en los últimos dos años la rentabilidad de sus series ha mostrado una tendencia similar a la exhibida por los fondos tipo E del sistema de AFP chileno¹⁵. Lo anterior muestra que se ha diseñado una estrategia destinada a seguir la rentabilidad de los fondos tipo E, y a partir de ello convertirse en una alternativa de inversión “para personas interesadas en realizar ahorro previsional voluntario de largo plazo”¹⁶.

Con todo, para los últimos 24 meses el promedio mensual de la rentabilidad de cada una de las series del **FM Proyección E** ha sido inferior al obtenido por su *benchmark*, exhibiendo indicadores de 0,223%, 0,277% 0,278% y 0,173% y 0,084% para las series A, B-APV, D, H-APV e I-APV, respectivamente, que se encuentran, incluso considerando el efecto de las remuneraciones, por debajo del rendimiento alcanzado por los fondos tipo E, el cual promedió 0,534% para igual lapso. El gráfico que sigue muestra la evolución de la rentabilidad nominal de las series del fondo, junto con el rendimiento de los fondos tipo E del sistema de AFP:

¹⁵ *Benchmark* definido para este fondo.

¹⁶ y/o ahorro previsional voluntario colectivo.



A continuación se muestra un análisis rentabilidad para el **FM EuroAmerica Proyección E** en relación al retorno exhibido por los fondos tipo E del sistema previsional chileno (rentabilidades nominales en base mensual):

Cuadro 6: Fondo EuroAmerica Proyección E. Análisis Rentabilidad: Rentabilidad base mensual.

EuroAmerica Proyección E	A	B-APV	D	H-APV ¹⁷	I-APV	Fondos E AFPs
Rentabilidad Mes Actual	1,237%	1,294%	1,294%	1,266%	1,277%	0,885%
Rentabilidad Mes Anterior	-0,552%	-0,496%	-0,496%	-0,537%	-0,521%	0,016%
Rentabilidad últimos seis meses	0,222%	0,278%	0,278%	0,239%	0,255%	0,477%
Rentabilidad últimos 12 meses	0,224%	0,280%	0,280%			0,440%
Rentabilidad YTD 2012	0,167%	0,209%	0,209%	0,179%	0,191%	0,358%
Des. Est. (24 meses)	0,887%	0,889%	0,888%			1,159%
Promedio (24 meses)	0,169%	0,221%	0,222%			0,534%
C. Variación (24 meses)	5,24	4,02	3,99	2,61	7,93	2,17

Las rentabilidades anualizadas se presentan a continuación:

Cuadro 7: Fondo EuroAmerica Proyección E. Análisis Rentabilidad: Rentabilidad anualizada.

EuroAmerica Proyección E	A	B-APV	D	H-APV	I-APV	Fondos E AFPs
Rentabilidad Mes Actual	15,89%	16,68%	16,68%	16,29%	16,45%	11,15%
Rentabilidad Mes Anterior	-6,42%	-5,79%	-5,79%	-6,26%	-6,07%	0,19%
Últimos seis meses	2,70%	3,39%	3,39%	2,90%	3,10%	5,88%
Últimos 12 meses	2,73%	3,41%	3,41%			5,41%
Rentabilidad YTD 2012	2,02%	2,53%	2,53%	2,17%	2,31%	4,38%
Promedio (12 meses)	2,05%	2,69%	2,70%			6,60%

La conclusión que se desprende del anterior análisis, especialmente al observar la rentabilidad promedio de los últimos doce meses, es que el **FM EuroAmerica Proyección E** presenta desempeños moderados en relación a su *benchmark*, situándose bajo el desempeño promedio de los fondos tipo E del sistema previsional chileno. No obstante, su tendencia cumple con el objetivo que se ha trazado en cuanto a obtener una rentabilidad que siga al índice autoimpuesto.

¹⁷ Cabe señalar que las series H-APV e I-APV comenzaron a transarse, en términos de rescates, a contar de enero de 2012. No obstante, la información pública señala como fecha de inicio de dichas series el 20 de agosto de 2010.

Volatilidad del fondo (riesgo del portafolio)

Dado que la estructura del portafolio de inversión de **FM EuroAmerica Proyección E** ha ido cambiando, orientándose con mayor fuerza hacia instrumentos de largo plazo provenientes de emisores con mejor clasificación de riesgo (a agosto de 2012 los emisores clasificados con nota "AA-" o superior alcanzaron una concentración de 82,6% del activo del fondo), es posible presumir que su cartera presenta un riesgo por *default* que, a la fecha, puede considerarse reducido. Cabe destacar la mejora en el riesgo crediticio de la cartera, que se relaciona con la disminución de la importancia de emisores clasificados dentro de la familia¹⁸ de categorías "A" en el portafolio, cuya participación promedió un 26,3%, entre los meses de septiembre 2010 y agosto 2011, cifra superior al 14,95% alcanzado a igual intervalo entre 2011 y 2012.

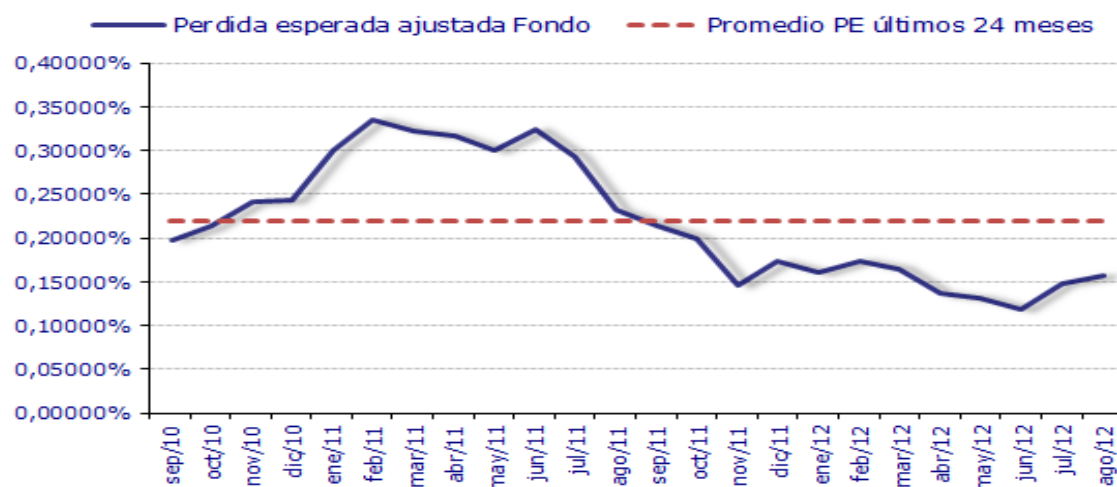
Según las pérdidas asociadas por **Humphreys** a las distintas categorías de riesgo y considerando la conformación de la cartera nacional del fondo, al 31 de agosto de 2012 ésta tendría una pérdida esperada del orden del 0,157%, mostrando una tendencia a la baja a lo largo del horizonte analizado. De hecho, al observar el desempeño de este indicador en los últimos 24 meses, se evidencia que éste ha disminuido de manera importante (teniendo presente que la magnitud del indicador es inferior a 1%), alcanzando una media de 0,26% entre septiembre 2010 y agosto 2011, mientras que a igual lapso del año siguiente alcanzó un 0,12%. Esta reducción es posible atribuirla en parte, al hecho que el fondo disminuyó su exposición hacia instrumentos de emisores clasificados con nota "A+" y "A", a favor de activos subyacentes provenientes de instituciones clasificadas en categorías de menor riesgo crediticio, en particular hacia emisores evaluados en "AA" y "AAA".

A continuación se muestra la composición de la cartera en relación al *rating* asociado a cada emisor con el fin de analizar la evolución del riesgo crediticio de largo plazo de la misma y la pérdida esperada del fondo¹⁹:

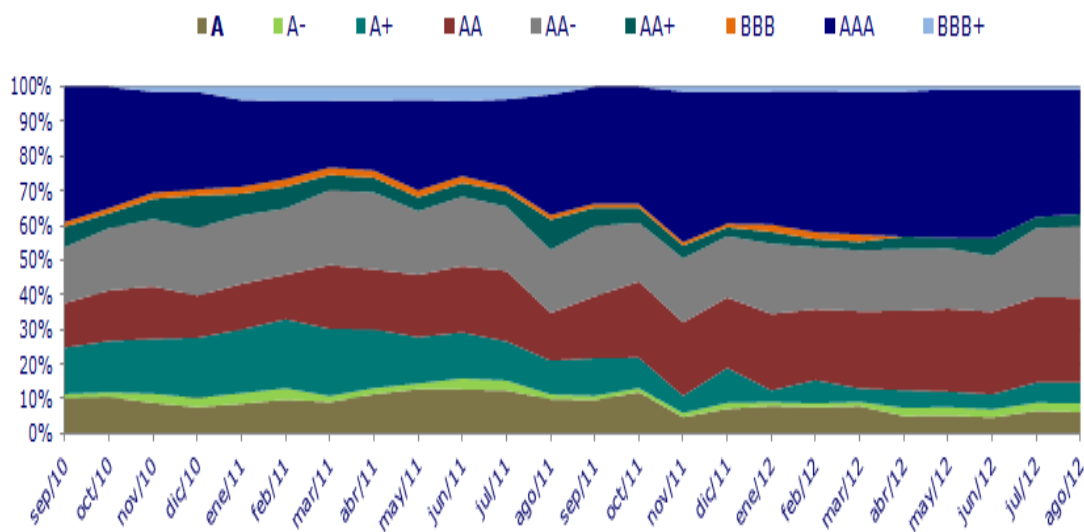
¹⁸ Referido a las categorías "A-", "A" y "A+".

¹⁹ Indicador de pérdida esperada ajustada corrige pérdida esperada de cartera nacional por cartera extranjera.

Pérdida esperada FM EuroAmerica Proyección E



Clasificación de los emisores que conforman la cartera nacional



A contar de abril de 2012, se observa la desaparición de emisores clasificados en categoría "BBB" dentro de la cartera de inversión, lo cual sumado a los cambios ya señalados, provocó una mejora en el riesgo crediticio de la cartera.

Por su parte, los riesgos de mercado, se ven acentuados por el perfil de la cartera de inversiones, que se concentra principalmente en el largo plazo, aunque principalmente, en títulos de emisores nacionales (a agosto de 2012 el 97,98% del activo del fondo corresponde a inversiones realizadas con instituciones nacionales). Con todo, las inversiones realizadas por el fondo se encuentran expresadas en una diversidad de monedas, aunque principalmente en unidades de fomento (a agosto de 2012 el 87,8%, 10%, 1,9% y 0,2% en unidades de fomento, pesos, cuotas y moneda extranjera, respectivamente). Sin perjuicio de lo anterior, el reglamento interno da la posibilidad al fondo de invertir en una variedad de monedas. Por lo demás, el *duration* de la cartera promedia 6,5 años en lo que va de 2012, lo cual sumado a lo anterior, favorece su sensibilidad ante variaciones del mercado.

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.

En lo referente a la concentración por emisor establecida en el reglamento interno (no más de 10% del activo), el fondo ha respetado en todos los cierres analizados lo establecido.

Como se muestra en la Cuadro 4²⁰, la cartera de inversión está compuesta mayormente por títulos de deuda, en particular por bonos corporativos de emisores nacionales, bonos de bancos e instituciones financieras y bonos subordinados los que alcanzan participaciones promedio de 39%, 33% y 10% en lo que va del año, exhibiendo una adecuada diversificación por emisor. Al 31 de agosto de 2012 ocho emisores concentran el 47,3% de las inversiones.

²⁰ Ver página 10.

Cuadro 8: Diversificación de los emisores Fondo EuroAmerica Proyección E

Principales emisores	% del activo del fondo	clasificación de largo plazo
	promedio sept 2011 -agosto 2012	
Banco Santander	6,83%	AAA
Banco Central	6,82%	AAA
Corpbanca	6,51%	AA
BancoEstado	4,63%	AAA
Banco Falabella	5,18%	AA-
Cencosud S.A.	5,41%	AA
Banco de Chile	6,51%	AAA
Scotiabank	5,43%	AAA
Concentración	47%	

Liquidez de la cuota

El reglamento interno del fondo establece que “cualquier partícipe tiene derecho, en cualquier tiempo, a rescatar total o parcialmente sus cuotas del fondo. Sin perjuicio de lo anterior, el partícipe podrá programar rescates, caso en el cual ejercerá su derecho en una fecha determinada, distinta a la fecha de presentación de la solicitud de rescate correspondiente, la cual deberá constar expresamente en la solicitud”. Por otro lado señala que el pago de los rescates se realizará dentro de un plazo no mayor a diez días consecutivos, contado desde la fecha de presentación de la solicitud pertinente. Además de lo anterior, el reglamento interno señala con claridad los procedimientos de rescate, lo cual sumado a las restricciones adicionales de liquidez autoimpuestas por la AGF, otorga un soporte a la disponibilidad de recursos.

Ahora bien, cabe señalar que el nivel de transacción de las cuotas se encuentra en umbrales reducidos, lo cual se evidencia en el bajo nivel de aportes y rescates alcanzado por dos de sus cinco series, a saber la serie H-APV e I-APV, las que en conjunto representan sólo el 0,05% de las cuotas transadas del fondo.

Liquidez del fondo

La política de desinversión del fondo descansa principalmente en el hecho de que la cartera de inversión se concentra en papeles que presentan mercado secundario. Sin embargo, algunos de ellos, a pesar de ser de bajo riesgo, presentan un moderado nivel de transacción. Por otro lado, el portafolio de inversión tiene un *duration* promedio de 6,1 años en lo que va de 2012. Cabe señalar que el fondo (particularmente la serie A) posee una alta concentración de aportantes (según lo informado por la AGF, a agosto de 2012 los diez principales aportantes concentran el 60,7% del patrimonio de esta serie), lo cual en opinión de **Humphreys** podría generar problemas de manejo de caja del fondo.

Valorización de las cuotas

De acuerdo a la Circular N° 1.579, los títulos de deuda de corto, mediano y largo plazo que conforman la cartera de inversión, se valorizan al valor resultante de actualizar el o los pagos futuros de cada instrumento, utilizando como tasa de descuento la otorgada por el sistema RiskAmerica^[1], lo cual permite obtener un precio de mercado de los instrumentos anteriormente señalados. Cabe señalar, que dicho sistema es un estándar de valorización en la industria de fondos mutuos.

Finalmente los instrumentos de capitalización presentes en la cartera, se valorizarán usando el criterio normado por la SVS según corresponda al título en cuestión.

Las cuotas del fondo se valorizan diariamente y su cartera de inversiones contabiliza anticipadamente los intereses y reajustes que cada instrumento devenga al día siguiente al de su valorización. Los criterios utilizados para la valorización de la cartera de inversiones concuerdan con lo establecido en Decreto Supremo N° 249 e instrucciones impartidas por la SVS, siendo éstos los mismos que emplea la industria en general.

[1] RiskAmerica fue desarrollado por una entidad independiente que cuenta con el respaldo académico de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Provee ingeniería financiera basada en investigación para la valorización y gestión del riesgo.

“La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma.”